

KEY SUCCES FACTORS STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MAKANAN DAN MINUMAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Bambang Jatmiko

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta
(bambang_jatmiko65@yahoo.com)

Putro Juwono Siswantoro

Universitas Islam Negeri-Syarif Hidayatullah Jakarta
(galihpratamapujiyanto@gmail.com)

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah ingin mengetahui pengaruh faktor risiko bisnis, profitabilitas, pertumbuhan aset, likuiditas, dan pertumbuhan penjualan untuk mempengaruhi struktur modal perusahaan makanan dan minuman di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2006-2009 Sampel yang digunakan dalam penelitian 10 perusahaan makanan dan minuman di industri sektor barang konsumsi dari tahun 2006 sampai 2009. metode yang digunakan adalah purposive sampling. Ini adalah metode sampling yang mengambil obyek dengan kriteria tertentu. Hasil analisis data secara parsial menunjukkan bahwa ada pengaruh risiko bisnis, profitabilitas, pertumbuhan aset, likuiditas dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal dengan tingkat signifikan masing-masing 0.000, 0.002, 0.005, 0.000, 0.020. Kemudian hasil analisis data secara simultan menunjukkan bahwa risiko bisnis variabel, profitabilitas, pertumbuhan aset, likuiditas dan pertumbuhan penjualan telah mempengaruhi struktur modal dengan tingkat signifikan 0,000 dan terbesar efek 64,9% dan sisanya 35,1% dijelaskan variabel lain.

Kata Kunci: struktur modal, risiko bisnis, profitabilitas, pertumbuhan aset, likuiditas dan pertumbuhan penjualan.

ABSTRACT

The purpose of this research is want to know the effect of business risk factors, profitability, asset growth, liquidity, and sales growth to influence the capital structure of the food and beverage company in Indonesia Stock Exchange for the years 2006 to 2009 The Sample which is used in this Research 10 food and beverage companies in the consumer goods sector industry from 2006 to 2009. The method that used is purposive sampling. It is a sampling method that takes an object with certain criteria. The Result of data analysis partially showed that there was effect of business risk, profitability, assets growth, liquidity and sales growth on the capital structure with a significant level of each 0.000, 0.002, 0.005, 0.000, 0.020. Then the result of simultant analysis data showed that variable business risk, profitability, asset growth, liquidity and sales growth has affected to capital structure with a significant level of 0.000 and the greatest effect 64.9% and the remaining 35.1% described other variables.

Keywords: capital structure, business risk, profitability, asset growth, liquidity and sales growth.

PENDAHULUAN

Persaingan dalam dunia bisnis dan ekonomi yang semakin keras telah membuat suatu perusahaan berusaha meningkatkan nilai perusahaan. Meningkatkan nilai perusahaan salah satunya dapat dilakukan melalui peningkatan kemakmuran kepemilikan atau para pemegang saham. Keberadaan para pemegang saham dan peranan manajemen sangatlah penting dalam menentukan besar keuntungan yang nantinya akan diperoleh. Menghadapi kondisi demikian, setiap perusahaan dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi

manajemen dengan baik di bidang pemasaran, produksi, sumber daya manusia dan keuangan dengan baik agar dapat lebih unggul dalam persaingan. Suatu keputusan yang diambil manajer dalam suatu pembelanjaan harus dipertimbangkan secara teliti, sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih karena masing-masing sumber dana tersebut memiliki konsekuensi finansial yang berbeda. Sumber dana perusahaan adalah semua perkiraan yang terdapat pada sisi pasiva neraca, mulai dari utang dagang hingga laba ditahan. Kebutuhan akan modal sangat penting dalam membangun dan menjamin kelangsungan operasi perusahaan selain faktor pendukung lainnya.

Modal dibutuhkan setiap perusahaan, apalagi jika perusahaan tersebut akan melakukan ekspansi. Oleh karena itu, perusahaan harus menentukan berapa besarnya modal yang dibutuhkan untuk memenuhi atau membiayai usahanya. Kebutuhan akan modal tersebut dapat dipenuhi dari berbagai sumber dan mempunyai jenis yang berbeda-beda. Proporsi antara hutang jangka panjang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan disebut struktur modal (Moeljadi, 2006:236). Dalam kegiatan usahanya pemilik perusahaan melimpahkan tanggung jawab kepada pihak lain yaitu manajer. Salah satu keputusan penting yang dihadapi manajer keuangan dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal, yaitu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi utang, saham preferen dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan (Prabansari dan Kusuma, 2005).

Manajer harus mampu menghimpun modal baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan pendanaan tersebut mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan (Prabansari dan Kusuma, 2005). Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan tersebut merupakan konsekuensi yang secara langsung timbul dari keputusan yang diambil manajer. Ketika manajer menggunakan hutang, biaya modal yang timbul adalah sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur. Sedangkan jika manajer menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan.

Ditinjau dari asalnya menurut Riyanto (2001:214), sumber dana dapat dibedakan menjadi sumber dana perusahaan intern dan sumber dana perusahaan ekstern. Dana intern adalah dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri dalam perusahaan yaitu laba yang

ditahan dan akumulasi depresiasi. Dana ekstern adalah dana dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan. Metode pemenuhan kebutuhan akan dana dengan cara ini disebut metode pembelanjaan dengan hutang (*debt financing*). Sedangkan dana dari pemilik, peserta pengambil bagian dalam perusahaan akan menjadi modal sendiri perusahaan tersebut. Metode pemenuhan dana dengan cara ini disebut metode pembelanjaan modal sendiri (*equity financing*). Penentuan proporsi hutang dan modal dalam penggunaannya sebagai sumber dana perusahaan berkaitan erat dengan istilah struktur modal. Dalam usaha peningkatan nilai perusahaan, hal yang tidak bisa dipisahkan adalah bagaimana penentuan struktur modal yang dilakukan oleh manajemen dan para pemegang saham perusahaan. Struktur modal adalah bauran atau proposi pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang diwakili oleh hutang, saham preferen, dan ekuitas saham biasa (Van Horne dan Wachowicz, 2007:232).

Dalam mengambil keputusan yang berhubungan dengan struktur modal, manajemen yang kekayaannya tidak terdiversifikasi secara baik mungkin cenderung mengambil keputusan yang menguntungkan mereka dan tidak terlalu berisiko. Hal ini karena pendapatan, masa jabatan dan sebagian dari kekayaan mereka hanya tergantung dari perusahaan yang mempekerjakan mereka. Struktur modal adalah perbandingan nilai hutang dengan nilai modal sendiri yang tercermin pada laporan keuangan perusahaan akhir tahun. Variabel ini dinyatakan dalam rasio total hutang dan modal sendiri pada neraca akhir tahun. Menurut Kodrat (2009), Struktur modal perusahaan adalah kombinasi dari saham-saham yang berbeda (saham biasa dan saham preferen) atau bauran seluruh sumber pendanaan jangka panjang (ekuitas dan utang) yang digunakan perusahaan. Sedangkan struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan dari neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Jadi, struktur

modal suatu perusahaan hanya sebagian dari struktur keuangannya.

Pengertian struktur modal menurut Riyanto (2001:218) adalah perimbangan atau perbandingan antar jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, struktur modal di *proxy* dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), yang merupakan perbandingan antara total hutang terhadap modal sendiri. Pemakaian *proxy* dimaksudkan untuk mempermudah pengukuran karena faktor tersebut tidak dapat diukur secara langsung. Menurut Yusgiantoro (2004:145) struktur modal merupakan faktor penting untuk menentukan keekonomian suatu bisnis, karena menyangkut besarnya biaya modal rata-rata. Besarnya biaya modal rata-rata sangat tergantung dari struktur pinjaman dan modal sendiri. Menurut Moeljadi (2006:236) struktur modal menggambarkan proporsi antara hutang jangka panjang dan modal sendiri. Sedangkan rentabilitas modal sendiri (*return in equity*) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan bagi pemilik modal sendiri yang ada dalam perusahaan. Artinya, rentabilitas modal sendiri dapat menjadi ukuran efisiensi bagi penggunaan modal sendiri yang di operasionalkan dalam perusahaan. Semakin besar rentabilitas modal sendiri, berarti semakin besar pula kemampuan perusahaan menghasilkan laba bagi pemilik modal sendirinya.

Penggunaan variabel DER sebagai *proxy* dari struktur modal sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007), Chandra (2008), dan Nugroho (2006). Menurut Brigham dan Houston (2001:39) ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, antara lain: stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengawasan, sifat manajemen, sikap kreditur dan konsultan, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan. Rozikin (2008), menyatakan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah profitabilitas, *tangibility*, pajak, ukuran perusahaan, *tax shield non hutang*, peluang-peluang pertumbuhan, dan *volatilitas*. Berdasarkan uraian di atas bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan

merupakan topik yang sangat penting dalam rangka menjaga keseimbangan antara profitabilitas dengan konsep kehati-hatian dalam pengelolaan perusahaan itu sendiri. Dengan mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan, maka diharapkan pihak manajemen lebih berhati-hati dalam membiayai investasi-investasi yang dilakukan perusahaan pada masa yang akan datang, serta lebih memahami resiko yang akan timbul sebagai akibat dari keputusan-keputusan pembiayaan yang diambil.

Ada *Trade off* antara peningkatan *Earning Per Share* (EPS) yang merupakan tujuan dan harapan pemegang saham dengan adanya jaminan yang memadai dari dana-dana yang diinvestasikan oleh pihak kreditur di sisi lain, artinya dari sisi struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan. Dari kondisi inilah dituntut peran dan kemampuan manajemen dalam menyeimbangkan tujuan-tujuan yang bertolak belakang tersebut agar perusahaan tetap bertahan dan mengalami pertumbuhan secara terus-menerus.

Tujuan manajemen struktur modal adalah memadukan sumber-sumber dana permanen yang digunakan perusahaan untuk operasionalnya yang akan memaksimalkan nilai perusahaan itu sendiri. Pencarian struktur modal yang optimal merupakan pekerjaan yang sangat sulit, karena adanya konflik yang mengarah kepada biaya agensi. Konflik lama antara pemegang saham dan pemegang obligasi dalam penetapan struktur modal optimal suatu perusahaan. Untuk mengurangi kemungkinan manajemen menanggung resiko berlebihan atas nama pemegang saham, perlu memasukan beberapa batasan protektif dalam kontak obligasi yang bertujuan membatasi pengambilan keputusan manajemen. Dalam kebijakan pembelanjaan, manajer keuangan dihadapkan pada sejumlah alternatif pembiayaan perusahaannya. Dalam penelitian ini, penulis mencoba mencari dan menganalisis faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal perusahaan yang masuk dalam kelompok industri makanan dan minuman yang telah

listed di Bursa Efek Indonesia untuk periode waktu rata-rata dari tahun 2006, 2007, 2008, dan 2009. Dasar pembatasan waktu ini adalah periode dimana hampir semua perusahaan dan juga industri makanan dan minuman masuk dalam pemulihan atau bangkit dari krisis global yang melanda ekonomi dunia. Perusahaan yang masih bertahan tersebut dinilai memiliki struktur modal yang cukup kuat untuk mengatasi krisis global dan perdagangan bebas. Perbedaan kondisi perusahaan makanan dan minuman tersebut di atas dipengaruhi faktor-faktor sumber pendanaan perusahaan yang tidak sama, tergantung pada kondisi dan jenis perusahaan. Keputusan dalam penentuan struktur modal sangat dipengaruhi oleh karakteristik dimana perusahaan tersebut berada dan keunikan dari perusahaan secara individu perusahaan. Apapun keputusan yang diambil akan sangat berpengaruh terhadap nilai keuangan perusahaan, yang terefleksi pada harga saham perusahaan yang diperdagangkan di bursa. Dengan adanya reaksi harga saham terhadap pemberitahuan perubahan struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan bergerak sedikit atau lebih jauh ke arah struktur modal yang lebih optimal atau seperti yang telah ditargetkan. Perusahaan makanan dan minuman pada periode tahun 2006-2009 menghadapi berbagai macam kondisi ekonomi yang sangat berpengaruh terhadap kinerja dan struktur modal perusahaan. Tahun 2006 diawali dengan keadaan yang kurang menguntungkan. Kurang menguntungkan ini disebabkan karena kenaikan harga BBM yang pada Oktober 2005 yang telah menggerus daya beli masyarakat Indonesia dan menimbulkan tekanan inflasi yang tinggi. Bagaimanapun kebijakan tidak populis ini adalah bagai buah simalakama bagi pemerintah karena komitmen untuk mengurangi subsidi BBM adalah salah satu agenda penting yang tidak mudah untuk diterima oleh masyarakat. Walau pada akhirnya bentuk subsidi ini

dialihkan ke sektor lain, namun dalam aktivitas sehari-harinya masyarakat merasa diberatkan dengan harga BBM yang terkait dengan pengeluaran rutin mereka. Laju inflasi mencapai 17,1% pada akhir 2005. Tahun 2007 terjadi kenaikan harga minyak dunia di atas 93 dollar AS perbarell, kenaikan harga minyak dunia dapat mempengaruhi harga bahan bakar minyak bagi industri dalam negeri yang dipastikan menaikkan harga bahan baku, mesin-mesin, biaya produksi, dan jasa transportasi. Tahun 2008 terjadi krisis global yang berpotensi membekukan sektor riil, baik diakibatkan oleh masalah dari sisi *supply* (terkait bahan baku) maupun *demand* (terkait permintaan barang). Perlambatan pertumbuhan ekonomi global yang berdampak pada berkurangnya tingkat konsumsi baik domestik maupun luar negeri dikhawatirkan menyebabkan kelesuan industri makanan dan minuman di Indonesia. Industri makanan dan minuman yang terkena imbas dari krisis tersebut bukan hanya karena produk ekspornya yang terganggu oleh perebutan pasar internasional, namun juga menjamurnya kompetitor lain yang mengancam pangsa pasar domestik. Kompetitor yang dimaksud berasal dari negara-negara eksportir lain yang mengalihkan pasar mereka ke Indonesia setelah penjualan di negara tujuan ekspornya tidak mampu menyerap seluruh hasil produksi. Jenis komoditas yang diperkirakan akan dialihkan ke Indonesia salah satunya adalah industri makanan dan minuman. Kondisi ini diperparah oleh melemahnya nilai tukar rupiah yang menyebabkan harga barang mentah impor menjadi cukup mahal. Tahun 2009 krisis global masih berjalan ditambah adanya pemilu yang membuat dunia usaha jadi lesu karena hampir tidak ada proyek perekonomian yang berjalan karena pemerintah terfokus pada pemilu sementara belanja negara semua tersedot pada kampanye pemilu. Krisis ekonomi di Amerika Serikat menyebabkan permintaan pasar di luar negeri menurun drastis sehingga banyak

industri yang pasarnya di luar negeri permintaannya menurun. Adanya PHK sekitar 40%-50% di sektor industri, kebijakan ekonomi untuk meningkatkan pendapatan devisa dengan cara mengekspor manusia sebagai TKI dan TKW bukan ekspor barang ini kebijakan ekonomi yang dibuat oleh presiden Indonesia.

Fenomena ekonomi antara periode tahun 2006-2009 seperti di atas serta faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal menyebabkan perubahan komposisi struktur modal perusahaan makanan dan minuman. Perubahan struktur modal perusahaan makanan dan minuman pada periode 2006-2009 dapat dilihat pada tabel.1

**.Tabel .1 Debt to Equity Ratio (DER)
Industri Makanan dan Minuuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Periode tahun 2007-2009**

No	Nama Perusahaan	Tahun			
		2006	2007	2008	2009
1.	PT. Ades Water Indonesia Tbk	-2,08	-1,60	2,56	1,61
2.	PT. Aqua Golden Missisipi Tbk	0,77	0,74	0,71	0,73
3.	PT. Cahaya Kalbar Tbk	0,43	0,89	1,45	0,89
4.	PT. Delta Jakarta Tbk	0,31	0,29	0,34	0,27
6.	PT. Mayora Indah Tbk	0,58	0,73	1,32	1,03
5.	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	2,08	2,14	1,73	8,44
7.	PT. Parashida Aneka Niaga Tbk	1,79	2,12	1,62	1,43
8.	PT. Siantar Top Tbk	3,03	0,44	0,72	0,36
9.	PT. Sekar Laut Tbk	0,36	0,89	1,00	0,73
10.	PT. Ultra Jaya Milk Ind. Tbk	0,53	0,64	0,53	0,45
Rata-Rata		0,78	-0,77	1,20	1,59

Sumber: Data Sekunder diolah

Berdasarkan tabel 1.1 menunjukkan bahwa besarnya rata-rata *debt to equity ratio* (DER) pertahun dari tahun 2006-2009 perusahaan makanan dan minuman pada sektor Industri *Consumer Goods* yang terdaftar di BEI. *Debt to equity ratio* tahun 2006 adalah sebesar 0,78 menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* (DER) tahun 2006 dibawah 1, berarti perusahaan lebih banyak menggunakan modal sendiri untuk aktivitas investasinya. *Debt to equity ratio* (DER) untuk tahun 2007 adalah sebesar -0,77 menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* (DER) tahun 2006 dibawah 1, berarti perusahaan lebih banyak menggunakan modal sendiri untuk aktivitas investasinya. Dan *debt to equity ratio* (DER) untuk tahun 2008 sebesar 1,20. Selanjutnya *debt to equity ratio* (DER) tahun 2009 sebesar 1,59, sehingga ditahun 2008 dan 2009 perusahaan lebih banyak

menggunakan dana dari hutang untuk aktivitas investasinya dari pada modal sendiri.

Dengan demikian selama peridode 2006 sampai dengan 2009 terdapat 17% lebih perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI pada sektor industri *consumer goods* yang mempunyai *debt to equity ratio* (DER) lebih dari 1, yang artinya proporsi hutang lebih besar dari pada modal sendirinya. Dengan adanya proporsi hutang yang lebih besar, maka perusahaan yang mempunyai *debt to equity ratio* (DER) lebih dari 1 akan memiliki resiko bisnis yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *debt to equity ratio* (DER) kurang dari 1.

Dengan nilai *debt to equity ratio* (DER) yang berada di atas 1 berarti perusahaan memiliki jumlah hutang yang lebih besar dari pada jumlah modal sendiri dan hal ini tidak sesuai dengan teori struktur modal yang optimal

dimana seharusnya jumlah hutang perusahaan tidak boleh lebih besar dari pada modal sendiri. Sementara itu kebanyakan investor lebih tertarik menanamkan modalnya kedalam bentuk investasi pada perusahaan yang mempunyai *debt to equity ratio* (DER) tertentu yang besarnya kurang dari 1. Karena jika *debt to equity ratio* (DER) lebih dari 1 berarti resiko yang ditanggung oleh investor menjadi meningkat. Bila kita membahas sumber-sumber dana yang digunakan untuk membiayai investasi perusahaan, berarti kita membahas mengenai struktur modal perusahaan. Kebutuhan modal perusahaan dapat dipenuhi baik dari sumber intern maupun sumber ekstern. Sumber dana intern adalah sumber dana yang berasal dari dalam perusahaan, dimana pemenuhan kebutuhan modal tidak diambilkan dari luar perusahaan melainkan dari sumber dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, yaitu dalam bentuk laba yang tidak dibagi atau laba ditahan (*retained earning*). Laba ditahan adalah bagian dari laba neto sesudah pajak yang tidak dibagikan kepada pemilik perusahaan atau bagian dari laba neto yang ditanamkan kembali di dalam perusahaan. Sumber intern sering di pandang sebagai sumber utama dalam perusahaan untuk membiayai investasi dalam aktiva tetap atau pengeluaran modal, terutama bagi perusahaan yang mempunyai resiko usaha besar. Sumber dana ekstern adalah sumber dana yang diambilkan dari sumber modal yang berasal dari luar perusahaan. Sumber dana ekstern meliputi: (1) hutang dan (2) modal dari pemilik perusahaan. Modal dari pemilik perusahaan didapatkan dengan menjual surat berharga (*go public*) kepada masyarakat umum melalui pasar modal. Melalui surat berharga maka masyarakat dapat ikut menjadi pemilik perusahaan dengan menanamkan modal dalam perusahaan. Dalam perkembangannya, perusahaan lebih mengutamakan kebutuhan dananya dengan mengutamakan pemenuhan dengan sumber dari dalam perusahaan. Tetapi seiring kebutuhan perusahaan yang semakin banyak, perusahaan harus menjalankan aktivitasnya dengan bantuan dana dari luar, baik berupa hutang (*debt financing*) atau dengan mengeluarkan saham baru (*eksternal equity financing*). Kalau

kebutuhan dana hanya dipenuhi dengan hutang saja, maka ketergantungan dengan pihak luar akan semakin besar dan resiko finansialnya semakin besar pula. Sebaliknya bila kebutuhan dana dipenuhi dengan saham saja, biaya akan sangat mahal. Pebandingan hutang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan disebut struktur modal. Dalam menentukan sumber dana mana yang akan dipilih, perusahaan harus memperhitungkan dengan matang agar diperoleh kombinasi struktur modal yang optimal. Perusahaan yang mempunyai struktur modal yang optimal, sesuai dengan target dan karakter perusahaan, akan menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal pula.

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal telah banyak dilakukan. Penelitian yang dilakukan Yuhartil (2006) faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan farmasi yang telah *go public* di Bursa Efek Jakarta. Dari hasil analisis, faktor yang mempengaruhi struktur modal pada industri farmasi, ternyata variabel ROI, dan struktur aktiva yang mempengaruhi dan mempunyai hubungan dengan struktur modalnya, sedangkan variabel deviden POR tidak signifikan mempengaruhi struktur modal perusahaan pada industri farmasi. Berdasarkan uraian di atas, penelitian bermaksud untuk meneliti dengan judul **Key Succes Factors Struktur Modal Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia**.

Adapun rumusan masalahnya adalah terdapatnya ketidakkonsistenan arah kenaikan atau penurunan dari data-data penelitian. Berdasarkan hasil-hasil penelitian (*research gap*) juga terlihat adanya kontradiksi sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan. Kontradiksi tersebut adalah risiko bisnis (*business risk*), profitabilitas (*profitability*), pertumbuhan aktiva (*asset growth*), likuiditas (*liquidity*), dan pertumbuhan penjualan (*growth sales*) yang dinyatakan beberapa peneliti berhubungan positif dengan *debt to equity ratio* (DER) sedangkan beberapa peneliti lain menyatakan tidak berhubungan. Berdasarkan penelitian sebelumnya terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal dan yang

menjadi pertanyaan dalam penelitian (*research question*) adalah Bagaimana pengaruh resiko bisnis (*business risk*) terhadap struktur modal (*debt equity ratio*); Bagaimana pengaruh profitabilitas (*profitability*) terhadap struktur modal (*debt equity ratio*); Bagaimana pengaruh pertumbuhan aktiva (*asset growth*) terhadap struktur modal (*debt equity ratio*) untuk periode 2006-2009?; bagaimana pengaruh likuiditas (*liquidity*) terhadap struktur modal (*debt equity ratio*); bagaimana pengaruh pertumbuhan penjualan (*sales growth*) terhadap struktur modal (*debt equity ratio*); bagaimanakah pengaruh risiko bisnis (*business risk*), profitabilitas (*profitability*), pertumbuhan aktiva (*asset growth*), likuiditas (*liquidity*), dan pertumbuhan penjualan (*sales growth*). Secara bersama-sama terhadap struktur modal (*debt equity ratio*).

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Penentuan struktur modal banyak dipengaruhi oleh berbagai macam faktor. Konsep teori berkaitan dengan pembahasan dan penelitian masalah tersebut sangat banyak dan bermacam-macam cara pandangannya terhadap masalah dan cara pemecahannya. Teori-teori tersebut perlu diimplementasikan ke dalam praktek maupun kasus-kasus tertentu yang berkaitan. Bertolak dari hal inilah mulai diteliti apakah ada penyimpangan-penyimpangan di dalam ukuran yang wajar ataukah tidak wajar.

Struktur Modal

Salah satu keputusan penting yang dihadapi oleh manajer keuangan dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal, yaitu suatu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi utang, saham preferen dan saham biasa yang digunakan oleh perusahaan (Prabansari dan Kusuma, 2005). Berdasarkan Modigliani dan Miller mengembangkan teori *trade-off* dari struktur modal. Mereka menunjukkan bahwa utang bermanfaat karena bunga dapat dikurangkan dalam menghitung pajak, tetapi utang juga menimbulkan biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan yang aktual

dan potensial. Menurut teori MM, struktur modal yang optimal berada pada keseimbangan antara manfaat pajak dari utang dan biaya berkaitan dengan kebangkrutan (Brigham dan Houston, 2001:45). Teori alternatif untuk struktur modal berhubungan dengan isyarat yang diberikan kepada investor melalui keputusan suatu perusahaan untuk menggunakan utang atau saham dalam memperoleh modal baru. Penggunaan saham merupakan isyarat negatif, sedangkan penggunaan utang merupakan isyarat positif atau paling tidak merupakan isyarat yang netral. Akibatnya, perusahaan berusaha menghindari penerbitan saham dengan mempertahankan suatu kapasitas cadangan untuk meminjam, dan ini berarti menggunakan lebih sedikit utang pada saat-saat “normal” dari pada yang disarankan oleh teori *trade-off* Modigliani dan Merton. Pendanaan atas dasar *pecking order theory*, perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal maka urutan pendanaan yang disarankan adalah pertama dari utang, diikuti penerbitan ekuitas baru dan yang terakhir dari laba ditahan (Brealey, Myers, dan Marcus, 2007:364). Struktur modal berkaitan dengan sumber dana, baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari kegiatan perusahaan. Sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang. Modal dalam suatu bisnis merupakan salah satu sumber kekuatan untuk dapat melaksanakan aktivitasnya. Setiap perusahaan dalam melaksanakan kegiatannya selalu berupaya untuk menjaga keseimbangan finansialnya. Struktur modal berasosiasi dengan profitabilitas. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi hutang dengan ekuitas. Dana yang berasal dari hutang mempunyai biaya modal dalam bentuk biaya bunga. Dana yang berasal dari ekuitas mempunyai biaya modal berupa deviden. Perusahaan akan memilih sumber dana yang paling rendah biayanya di antara berbagai alternatif sumber

dana yang tersedia. Komposisi hutang dan ekuitas tidak optimal akan mengurangi profitabilitas perusahaan dan sebaliknya.

Brigham dan Houston (2001:39-41) menunjukkan ada beberapa faktor yang perlu dipertimbangkan dalam struktur modal. Faktor-faktor tersebut antara lain adalah:

- a. Stabilitas penjualan. Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Perusahaan umum, karena permintaan atas produk atau jasanya stabil, secara historis mampu menggunakan lebih banyak leverage keuangan daripada perusahaan industri.
- b. Struktur aktiva. Perusahaan yang aktiva sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak utang. Aktiva multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aktiva yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan.
- c. *Leverage* operasi. Jika hal-hal lain tetap sama, perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena ia akan mempunyai risiko bisnis yang lebih kecil.
- d. Tingkat pertumbuhan. Jika hal-hal lain tetap sama, perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal.
- e. Profitabilitas. Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil.
- f. Pajak. Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Karena itu, makin tinggi tarif pajak perusahaan, makin besar manfaat penggunaan utang.
- g. Pengendalian. Pengaruh utang lawan saham terhadap posisi pengendalian manajemen dapat mempengaruhi struktur modal.

- h. Sikap manajemen. Karena tidak seorang pun dapat membuktikan bahwa struktur modal yang satu akan membuat harga saham lebih tinggi dari pada struktur modal lainnya, manajemen dapat melakukan pertimbangan sendiri terhadap struktur modal yang tepat.
- i. Sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat. Tanpa memperhatikan analisis para manajer atas faktor-faktor *leverage* yang tepat bagi perusahaan mereka, sikap para pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat (*rating agency*) seringkali mempengaruhi keputusan struktur keuangan.
- j. Kondisi pasar. Kondisi di pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan pendek yang dapat sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang optimal.
- k. Kondisi internal perusahaan. Kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan.
- l. Fleksibilitas keuangan. Seorang manajer pendanaan yang pintar adalah selalu dapat menyediakan modal yang diperlukan untuk mendukung operasi.

Merton Miller (*MM-Theory*)

Pada tahun 1958, Franco Modigliani dan Merton Miller menerbitkan tulisannya pada *journal of finance*, yang membahas mengenai struktur modal. Teori struktur modal yang dikemukakan oleh Franco Modigliani dan Merton Miller ini kemudian dikenal dengan nama "*MM-Theory*". Teori ini mempunyai asumsi sebagai berikut:

- a. Perusahaan dengan kelas yang sama mempunyai resiko bisnis yang sama dimana resiko bisnis tersebut diukur dengan standar deviasi dari laba sebelum bunga dan pajak (S_{EBIT}).
- b. Investor mempunyai harapan yang sama atau *homogeny* terhadap laba dan resiko perusahaan serta memiliki ekspektasi yang sama terhadap EBIT di masa mendatang.
- c. Surat hutang seperti obligasi dan penyertaan dalam bentuk saham diperdagangkan pada pasar yang

sempurna (*perfect capital market*) dengan kriteria sebagai berikut:

1. Tidak adanya pajak pribadi dan pajak perusahaan.
2. Adanya informasi yang merata dan dapat diakses dengan tanpa biaya.
3. Tidak adanya biaya transaksi.
4. Adanya tingkat bunga pinjaman dan meminjamkan yang sama besarnya yaitu tingkat bunga bebas resiko (*risk free rate*).
5. Semua hutang perusahaan tidak mengandung resiko (*risk free rate*), sehingga berapapun jumlah hutang perusahaan tingkat bunga dari hutang tersebut sama.
6. EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.

Tahun 1958 Franco Modigliani dan Merton Miller menyatakan pemikirannya bahwa dengan asumsi kondisi pasar sempurna (tidak ada pajak), struktur modal dari suatu perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan tersebut. Karena dari beberapa asumsi tersebut tidak realistis, maka pendapat Franco Modigliani dan Merton Miller hanya dipandang sebagai permulaan munculnya teori struktur modal.

Teori Trade-Off

Argumen-argumen terdahulu mengarah pada perkembangan yang disebut dengan “teori trade-off dari leverage”, dimana perusahaan menyeimbangkan manfaat dari pendanaan dengan utang (perlakuan pajak perseroan yang menguntungkan) dengan suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi (Brigham & Houston, 2001:33-34). Asumsi dasar yang digunakan dalam teori *trade off* adalah adanya informasi asimetris yang menjelaskan keputusan struktur modal yang diambil oleh suatu perusahaan, yaitu adanya informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen suatu perusahaan dimana perusahaan dapat menyampaikan informasi kepada publik. Model ini secara implisit menyatakan bahwa perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman sama sekali dan perusahaan yang menggunakan pembiayaan investasinya dengan pinjaman seluruhnya adalah buruk. Keputusan terbaik adalah

keputusan yang moderat dengan mempertimbangkan kedua instrumen pembiayaan.

Teori Pengisyaratan

Modigliani dan Miller mengasumsikan bahwa investor memiliki informasi yang sama mengenai prospek perusahaan seperti yang dimiliki manajer ini disebut kesamaan informasi (*symmetric information*). Akan tetapi, dalam kenyataannya manajer mempunyai informasi yang lebih baik dari pada investor luar. Hal ini disebut ketidaksetaraan informasi (*asymmetric information*) dan ini sangat berpengaruh terhadap keputusan struktur modal yang optimal (Brigham & Houston, 2001:35). *Model asymmetric information signaling* ini menyatakan bahwa tingkat informasi yang berbeda antara *insiders* atau pihak manajemen dan *Outsiders* atau pihak pemodal (pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak dari pada pihak pemodal), sedemikian rupa hingga *insiders* bertindak sebagai penyampai informasi mengenai nilai perusahaan pada *outsiders*. Model tersebut memprediksi bahwa perubahan bauran antara hutang dan modal sendiri suatu perusahaan memuat informasi mengenai nilai saham.

Debt to Equity Ratio (DER)

Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara total debt (total hutang) dan total *shareholder's equity* (total modal sendiri). *Debt to equity ratio* menunjukkan jumlah aktiva yang disediakan oleh kreditor untuk setiap dolar aktiva yang disediakan oleh pemilik perusahaan (Budisantoso, 2001:798). *Total debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan perbandingan utang dan modal. Rasio ini merupakan salah satu rasio yang penting karena berkaitan dengan masalah *trading on equity*, yang dapat memberikan

pengaruh positif dan negatif terhadap rentabilitas modal sendiri dari perusahaan tersebut. (Sugiono, 2009:71)

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal

Salah satu fungsi manajer keuangan adalah memenuhi kebutuhan dana. Didalam melakukan tugas tersebut manajer keuangan dihadapkan adanya suatu variasi dalam pembelanjaan, dalam arti kadang-kadang perusahaan lebih baik menggunakan dana yang bersumber dari hutang (*debt*), tetapi terkadang perusahaan lebih baik jika menggunakan dana yang berasal dari modal sendiri (*equity*). Oleh karena itu manajer keuangan didalam operasinya perlu berusaha untuk memenuhi suatu sasaran tertentu mengenai perimbangan antara besarnya hutang dan jumlah modal sendiri yang tercermin dalam struktur modal perusahaan. Struktur modal dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity ratio* (DER) dikarenakan DER mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* (total hutang) dan *total shareholder's equity* (total modal sendiri). *Total debt* merupakan total *liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang, sedangkan *total shareholders' equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan perbandingan utang dan modal. Dalam menentukan perimbangan antara besarnya utang dan jumlah modal sendiri yang tercermin pada struktur modal perusahaan, maka perlu memperhitungkan adanya berbagai faktor yang mempengaruhi *debt to equity ratio* (DER). Faktor-faktor yang mempengaruhi DER adalah sebagai berikut:

Risiko Bisnis (*Business Risk*)

Menurut Brigham dan Houston (2001:7-9), resiko bisnis didefinisikan sebagai “*the risk associated with projection of a firm future returns on assets (ROA), or return on equity (ROE) if the firm uses no debt*”. Artinya risiko bisnis adalah suatu proyeksi tingkat pengembalian atas ekuitas

(ROE) jika perusahaan tidak menggunakan hutang. Brigham dan Houston juga mengatakan bahwa perubahan itu dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya: a) variabilitas permintaan (*demand variability*), b) variabilitas harga jual (*sales price variability*), c) kemampuan untuk menyesuaikan harga output terhadap perubahan harga input (*ability to adjust output prices for changes in input prices*), dan d) proporsi biaya tetap (*fixed cost proportion*). Prabansari dan Kusuma (2005) dan Susetyo (2006) menunjukkan dalam penelitiannya bahwa variabel risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal secara signifikan. Penelitian ini tidak didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Rachmawardani (2007) yang menyatakan bahwa risiko bisnis dinyatakan signifikan positif terhadap struktur modal.

Profitabilitas (*Profitability*)

Rasio ini bertujuan untuk mengukur efektivitas manajemen yang tercermin pada imbalan atas hasil investasi melalui kegiatan perusahaan atau dengan kata lain mengukur kinerja perusahaan secara keseluruhan dan efisiensi dalam pengelolaan kewajiban dan modal (Sugiono, 2009:78). Brigham dan Houston (2001:40) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan utang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Fenomena ini didukung oleh hasil penelitian Prabansari dan Kusuma (2005) faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Penelitian diatas didukung pula oleh penelitian dari Wijaya dan Hadiano (2008) dan Nurrohim (2008) yang menunjukkan bahwa profitabilitas mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Mas'ud (2009) juga mendukung hasil penelitian kedua penelitian tersebut. Tetapi bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Susetyo (2006) dan Andriyani (2006) menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Pertumbuhan Aktiva (*Asset Growth*)

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur. Pertumbuhan perusahaan yang cepat maka semakin besar kebutuhan dana untuk ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi, perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai deviden tetapi lebih baik digunakan untuk ekspansi. Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Perusahaan yang struktur aktiva fleksibel, cenderung menggunakan *leverage* yang fleksibel dimana adanya kecenderungan menggunakan *leverage* yang lebih besar dari pada perusahaan yang struktur aktiva tidak fleksibel. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. *Floating cost* pada emisi saham biasa adalah lebih tinggi dibanding pada emisi obligasi. Dengan demikian perusahaan dengan tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang (obligasi) dibanding perusahaan yang lambat pertumbuhannya. Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh

Prabansari dan Kusuma (2005), menyatakan bahwa pertumbuhan aktiva mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap struktur modal. Tetapi hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Sa'diyah (2007) yang menyimpulkan bahwa pertumbuhan aktiva dinyatakan negatif signifikan terhadap struktur modal.

Likuiditas (*Liquidity*)

Rasio ini bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Sugiono, 2009:68). Rasio likuiditas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *current ratio*. Rasio ini digunakan untuk mengetahui seberapa jauh aktiva lancar perusahaan digunakan untuk melunasi utang (kewajiban) lancar yang akan jatuh tempo atau segera dibayar. Penelitian ini pernah dilakukan oleh Wijaya dan Hadianito (2008) dengan pengaruh struktur aktiva, ukuran, likuiditas, dan profitabilitas terhadap struktur modal emiten sektor ritel di Bursa Efek Indonesia, menyatakan bahwa variabel likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, tetapi likuiditas dinyatakan mempunyai pengaruh positif oleh Cahyadi (2009).

Pertumbuhan Penjualan (*Sales Growth*)

Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk membiayai perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan hutang daripada perusahaan yang tumbuh secara lambat. Bagi perusahaan dalam tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi kecenderungan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber dana eksternal lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang pertumbuhan penjualannya rendah (Brigham dan Houston, 2001:39). Studi tentang variabel pertumbuhan penjualan (*sales growth*) dalam perusahaan telah diuji secara empiris oleh peneliti terdahulu yang antara lain telah dilakukan oleh Rachmawardani (2007) dan Rahmayani (2008). Penelitian Rachmawardani (2007) dan Rahmayani (2008) menunjukkan pertumbuhan penjualan (*sales growth*) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Hipotesis Penelitian

1. Risiko Bisnis (*Business Risk*) dengan *Debt to Equity Ratio* (DER)

Prabansari dan Kusuma (2005), risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Selanjutnya, menurut Brigham dan Houston (2001:7-9), resiko bisnis didefinisikan sebagai “*the risk associated with projection of a firm future returns on assets (ROA), or return on equity (ROE) if the firm uses no debt*”. Artinya risiko bisnis adalah suatu proyeksi tingkat pengembalian atas ekuitas (ROE) jika perusahaan tidak menggunakan hutang. Prabansari dan Kusuma (2005), menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Tetapi penelitian yang dilakukan oleh Rachmawardani (2007) menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan dari penelitian sebelumnya yang telah disebutkan di atas dapat disimpulkan bahwa resiko bisnis mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

Ha1: Risiko bisnis (*business risk*) berpengaruh terhadap struktur modal.

Profitabilitas (*Profitability*) dengan *Debt to Equity Ratio* (DER)

Brigham dan Houston (2001:40) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan utang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Menurut Rozikin (2008), model-model berbasis pajak menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang *profitable* harus meminjam lebih banyak, karena mereka memiliki kebutuhan yang lebih besar untuk melindungi (*shield*) pendapatan dari pajak korporasi. Namun, teori *pecking order* menyatakan perusahaan-perusahaan akan menggunakan laba ditahan terlebih dahulu sebagai dana investasi dan baru kemudian menggunakan obligasi serta *equity* baru jika diperlukan. Penelitian yang dilakukan oleh Prabansari dan Kusuma (2005), Wijaya dan Hadiananto (2008), dan Nurrohim (2008) menyimpulkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap struktur

modal. Tetapi tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Medina (2007) yang menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan dari penelitian sebelumnya yang telah disebutkan di atas dapat disimpulkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

Ha2: Profitabilitas (*profitability*) berpengaruh terhadap struktur modal.

Pertumbuhan Aktiva (*Asset Growth*) dengan *Debt to Equity Ratio* (DER)

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi, dalam hubungannya dengan *leverage*, sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara teratur. Menurut Prabansari dan Kusuma (2005), perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang (obligasi) dibanding perusahaan yang lambat pertumbuhannya. Penelitian yang dilakukan oleh Sa'diyah (2007) menyatakan bahwa pertumbuhan asset mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Tetapi Prabansari dan Kusuma (2005), menyimpulkan bahwa pertumbuhan asset berpengaruh positif terhadap struktur modal. Berdasarkan dari penelitian sebelumnya yang telah disebutkan di atas dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan aktiva mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

Ha3: Pertumbuhan Aktiva (*asset growth*) berpengaruh terhadap struktur modal.

Likuiditas (*Liquidity*) dengan *Debt to Equity Ratio* (DER)

Wijaya dan Hadiananto (2008), perusahaan yang terdapat dalam industri retail biasanya lebih banyak menggunakan utang jangka pendek dari pada utang jangka panjang. Hal ini disebabkan, karena aktiva lancar berupa piutang

dan persediaan cenderung mendominasi keseluruhan aktiva yang dimilikinya. Mengingat besarnya proporsi utang jangka pendek dalam struktur modalnya, maka likuiditas merupakan faktor memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Hadianto (2008), menunjukkan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal. Tetapi penelitian yang telah dilakukan oleh Cahyadi (2009), hasil penelitiannya menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Berdasarkan dari penelitian sebelumnya yang telah disebutkan di atas dapat disimpulkan likuiditas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

Ha4: Likuiditas (*liquidity*) berpengaruh terhadap struktur modal.

Pertumbuhan Penjualan (*Sales Growth*) dengan *Debt to Equity Ratio* (DER)

Menurut Yuniningsih (2002), untuk meningkatkan nilai perusahaan, disamping membuat kebijakan deviden, perusahaan juga dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik-baiknya. Pertumbuhan perusahaan merupakan tolak ukur keberhasilan suatu perusahaan dalam melakukan kegiatannya. Proksi dari pertumbuhan penjualan adalah penjualan tahun ke t dikurangi penjualan tahun $t-1$ dibagi penjualan $t-1$. Variabel pertumbuhan penjualan dalam perusahaan telah diuji secara empiris oleh peneliti terdahulu antara lain telah dilakukan oleh Rachmawardani (2007) dan Rahmayani (2008) yang menunjukkan pertumbuhan penjualan (*sales growth*) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sujoko dan Soebiantoro (2007) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Tetapi penelitian yang dilakukan oleh Ali Kesuma (2009) menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berdasarkan dari penelitian sebelumnya yang telah disebutkan di atas dapat disimpulkan pertumbuhan penjualan mempunyai pengaruh terhadap struktur modal.

Ha5: Pertumbuhan penjualan (*sales growth*) berpengaruh terhadap struktur modal.

Penelitian Terdahulu

Prabansari dan Kusuma (2005) menganalisis lima faktor yang mempengaruhi pemilihan struktur modal perusahaan, yaitu ukuran perusahaan (*size*), risiko bisnis (*business risk*), pertumbuhan aktiva (*assets growth*), profitabilitas (*profitability*), dan struktur kepemilikan (*ownership structure*). Hasil penelitian ini adalah ukuran perusahaan (*size*), pertumbuhan aktiva (*assets growth*), kemampuan (*profitability*), dan struktur kepemilikan (*ownership structure*) terbukti berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan risiko bisnis (*business risk*) terbukti berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan secara signifikan. Yuhasril (2006) menguji hubungan karakteristik khusus perusahaan yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Variabel yang digunakan adalah ROI, rasio aktiva tetap, dan deviden POR. Hasil penelitian menyatakan bahwa ROI dan rasio aktiva tetap yang mempengaruhi dan mempunyai hubungan dengan struktur modalnya. Sedangkan variabel deviden POR tidak signifikan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Susetyo (2006) menggunakan resiko bisnis, struktur aktiva, profitabilitas, dan ukuran perusahaan sebagai variabel independen untuk menguji pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap struktur modal. Kesimpulan yang didapat adalah variabel risiko bisnis dan variabel profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal dan pengaruh tersebut adalah negatif, sedangkan variabel struktur aktiva dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal. Dalam kaitannya dengan struktur modal, penelitian yang dilakukan oleh Andriyani (2006) dengan menggunakan variabel ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan profitabilitas sebagai variabel bebas terhadap struktur modal sebagai variabel terikat. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap struktur modal,

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pengaruh Resiko Bisnis (RB) terhadap Struktur Modal

Resiko bisnis, dari hasil estimasi regresi diperoleh nilai t hitung = 6.631 dengan probabilitas sebesar $0.000 < 0.05$. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 maka diperoleh adanya pengaruh yang signifikan positif dari variabel resiko bisnis terhadap struktur modal (DER). Hal ini berarti bahwa H_0 diterima. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rachmawardani (2007) yang menunjukkan pengaruh yang positif antara resiko bisnis terhadap struktur modal (DER). Namun tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Prabansari dan Kusuma (2005) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara resiko bisnis terhadap struktur modal (DER). Artinya jika resiko bisnis semakin besar, maka perusahaan akan memiliki rasio hutang yang semakin besar pula. Risiko bisnis perusahaan makanan dan minuman di Indonesia cukup mempengaruhi penggunaan hutang, besarnya biaya bunga akan menambah penggunaan hutang, dalam arti bahwa besarnya biaya bunga perusahaan makanan dan minuman di Indonesia ditutup dengan hutang, sehingga akan memperbesar risiko keuangan perusahaan. Resiko bisnis yang tinggi juga bisa membuat investor berhati-hati dalam menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

Pengaruh Profitabilitas (PF) Terhadap Struktur Modal

Profitabilitas, dari hasil estimasi diperoleh nilai t hitung = -3.448 dengan probabilitas sebesar $0.002 < 0.05$. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 maka diperoleh adanya pengaruh yang signifikan negatif dari variabel profitabilitas terhadap struktur modal (DER). Hal ini berarti bahwa H_0 diterima. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Prabansari dan Kusuma (2005) yang menunjukkan signifikan positif pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal (DER). Namun tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Medina (2007) yang menyatakan tidak signifikan pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal (DER).

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teoritis yang mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian atau profitabilitas yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2001:40).

Pengaruh Pertumbuhan Aktiva (PA) terhadap Struktur Modal

Pertumbuhan aktiva, dari hasil estimasi diperoleh nilai t hitung = -3.035 dengan probabilitas $0.005 < 0.05$. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 maka diperoleh adanya pengaruh yang signifikan negatif dari variabel pertumbuhan aktiva terhadap struktur modal (DER). Hal ini berarti bahwa H_0 diterima. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sa'diyah (2007) yang menunjukkan signifikan negatif pengaruh pertumbuhan aktiva terhadap struktur modal (DER). Namun tidak konsisten dengan penelitian Prabansari dan Kusuma (2005) yang menunjukkan bahwa ada pengaruh signifikan positif pengaruh pertumbuhan aktiva terhadap struktur modal (DER). Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teoritis yang mengatakan perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Diperoleh dari penjualan saham biasa bukan dari penerbitan surat hutang. Perusahaan yang tumbuh dengan pesat juga sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya menggunakan utang (Brigham dan Houston, 2001:40).

Pengaruh Likuiditas (LK) Terhadap Struktur Modal

Likuiditas, dari hasil estimasi diperoleh nilai t hitung = -4.388 dengan probabilitas $0.000 < 0.05$. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 maka diperoleh adanya pengaruh yang signifikan negatif dari variabel likuiditas terhadap struktur modal (DER). Hal ini berarti H_0 diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Hadianto (2008) yang menunjukkan signifikan

negatif pengaruh likuiditas terhadap struktur modal (DER). Namun tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Cahyadi (2009) yang menunjukkan signifikan positif pengaruh likuiditas terhadap struktur modal (DER). Hasil penelitian ini juga sesuai dengan teoritis yang mengatakan likuiditas dengan cara melihat aktiva lancar meningkat mampu melunasi hutang jangka pendek perusahaan (Sugiono, 2009:68).

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan (PP) Terhadap Struktur Modal

Pertumbuhan penjualan, dari hasil estimasi diperoleh nilai t hitung = 2.440 dengan probabilitas $0.020 < 0.05$. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 maka diperoleh adanya pengaruh yang signifikan positif dari variabel pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal (DER). Hal ini berarti Hal diterima. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahmayani (2008) dan Rachmawardani (2007) yang menunjukkan tidak signifikan pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal (DER). Hasil penelitian ini sesuai dengan teoritis, menurut Brigham dan Houston (2001:39) perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil atau tinggi lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman (hutang) dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil atau rendah.

Variabel Yang Dominan Mempengaruhi Struktur Modal

Berdasarkan dari tabel 4.10 lima variabel bebas yang paling dominan mempengaruhi struktur modal. Variabel resiko bisnis dengan nilai Beta = 0.571, variabel profitabilitas dengan nilai Beta = -0.291, variabel pertumbuhan aktiva dengan nilai Beta = -0.177. Variabel likuiditas dengan nilai Beta = -0.355. Dan variabel pertumbuhan penjualan dengan nilai Beta = 0.148. Pengaruh resiko bisnis ternyata lebih dominan mempengaruhi struktur modal dengan nilai Beta = 0.571.

PENUTUP

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, setelah melalui tahap pengumpulan data, pengolahan data, analisis

data dan yang terakhir interpretasi hasil analisis mengenai pengaruh resiko bisnis (*business risk*), profitabilitas (*profitability*), pertumbuhan aktiva (*asset growth*), likuiditas (*liquidity*), dan pertumbuhan penjualan (*sales growth*) terhadap struktur modal (*debt to ratio equity*), dengan menggunakan data yang terdistribusi normal, tidak terdapat multikolinearitas, bebas autokorelasi dan tidak adanya heterokedastisitas, maka dihasilkan kesimpulan sebagai berikut :

1. Hasil analisis data secara parsial bahwa variabel resiko bisnis (*business risk*) berpengaruh signifikan positif dengan nilai t hitung = 6.631 dan nilai probabilitas $0.000 < 0.05$. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rachmawardani (2007) yang menunjukkan signifikan positif pengaruh resiko bisnis (*business risk*) terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*). Namun tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Prabansari dan Kusuma (2005) yang menunjukkan signifikan negatif pengaruh resiko bisnis (*business risk*) terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).
2. Hasil analisis data secara parsial bahwa variabel profitabilitas (*profitability*) berpengaruh signifikan negatif dengan nilai t hitung = -3.448 dan nilai probabilitas $0.002 < 0.05$. Penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Prabansari dan Kusuma (2005) yang menunjukkan signifikan positif pengaruh profitabilitas (*profitability*) terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*). Namun tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Medina (2007) yang menunjukkan tidak signifikan pengaruh profitabilitas (*profitability*) terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).
3. Hasil analisis data secara parsial bahwa variabel pertumbuhan aktiva (*asset growth*) berpengaruh signifikan negatif dengan nilai t hitung = -3.035 dan nilai probabilitas $0.005 < 0.05$. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sa'diyah (2007) yang menunjukkan signifikan negatif pertumbuhan aktiva (*asset growth*) terhadap struktur modal (*debt to equity*

ratio). Namun tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Prabansari dan Kusuma (2005) yang menunjukkan signifikan positif pengaruh pertumbuhan aktiva (*asset growth*) terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).

4. Hasil analisis data secara parsial bahwa variabel likuiditas (*liquidity*) berpengaruh signifikan negatif dengan nilai t hitung = -4.388 dan nilai probabilitas $0.000 < 0.05$. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Hadiano (2008) yang menunjukkan signifikan negatif likuiditas (*liquidity*) terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*). Namun tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Cahyadi (2009) yang menunjukkan signifikan positif pengaruh likuiditas (*liquidity*) terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).
5. Hasil analisis data secara parsial bahwa variabel pertumbuhan penjualan (*sales growth*) berpengaruh signifikan positif dengan nilai t hitung = 2.440 dan nilai probabilitas $0.020 < 0.05$. Penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahmayani (2008) dan Rachmawardani (2007) yang menunjukkan tidak signifikan pengaruh pertumbuhan penjualan (*sales growth*) terhadap struktur modal (*debt to equity ratio*).
6. Hasil analisis data secara simultan menunjukkan bahwa variabel resiko bisnis (*business risk*), profitabilitas (*profitability*), pertumbuhan aktiva (*asset growth*), likuiditas (*liquidity*) dan pertumbuhan penjualan (*sales growth*) secara bersama-sama mempengaruhi struktur modal (*debt to equity ratio*) dengan nilai probabilitas $0.000 < 0.05$.
7. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel resiko bisnis (*business risk*), pertumbuhan aktiva (*asset growth*), profitabilitas (*profitability*), likuiditas (*liquidity*) dan pertumbuhan penjualan (*sales growth*) mempengaruhi struktur modal secara bersama-sama hanya terbatas sebesar 64.9% sisanya 35.1% dijelaskan oleh variabel lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Andriyani, Lusiana Noor. “Pengaruh Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEJ”, Skripsi Fakultas Ekonomi Akuntansi, Universitas Negeri Semarang, Semarang, 2006.
- Brealey, Richard A, Stewart C. Myers, dan Alan J. Marcus. “Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Perusahaan”, Edisi Kelima, Jilid 1, Penerbit Erlangga, 2007.
- Brigham, Eugene F dan Joel F. Houston. “Manajemen Keuangan”, Buku 2, Penerbit Erlangga, 2001.
- Budisantoso, A Totok. “Akuntansi Manajerial”, Buku 2, Penerbit Salemba Empat, 2001.
- Cahyadi, Bramantio. “Studi Empiris Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”, Skripsi Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial, Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, Jakarta, 2009.
- Chandra, Teddy. “Pendekatan-Pendekatan dalam Penelitian Struktur Modal Perusahaan”, Jurnal Eksekutif, Vol. 3, No. 2, Agustus 2006.
- Ghozali, Imam. “Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS”, Edisi 4, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, Semarang, 2006.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo. “Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen”, Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta, 2002.
- Kodrat, David Sukardi. “Peranan Struktur Modal Terhadap Profitabilitas”, Jurnal Eksekutif, Vol. 6, No. 1, Februari 2009.
- Kesuma, Ali. “Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia”, Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, Vol. 11, No. 1, Maret 2009.

- Mas'ud, Masdar. *"Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan"*, Jurnal Aplikasi Manajemen, Vol. 7, No. 1, Februari 2009.
- Medina, Ricca. *"Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Makanan dan Minuman yang Go Public di BEJ"*, Skripsi Fakultas Ekonomi, Universitas Sumatera Utara, Medan, 2007.
- Moeljadi. *"Manajemen Keuangan Pendekatan Kuantitatif dan Kualitatif"*, Jilid 1, Penerbit Bayumedia Publishing, Malang, 2006.
- Mugiharta. *"Analisis Kepemilikan Saham Manajemen dan Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Debt to Equity Ratio di Bursa Efek Jakarta"*, Jurnal Akuntansi, 2009.
- Nugroho, Asih Suko. *"Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti yang Go Public di BEJ"*, Tesis Manajemen, Universitas Diponegoro, Semarang, 2006.
- Nurrohim KP, Hasa. *"Pengaruh Profitabilitas, Fixed Asset Ratio, Kontrol Kepemilikan, dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia"*, Sinergi Kajian Bisnis dan Manajemen, Vol. 10, No. 1, Januari 2008.
- Prabansari, Yuke dan Hadri Kusuma. *"Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Jakarta"*, Sinergi Kajian Bisnis dan Manajemen, Edisi Khusus on Finance, 2005.
- Rachmawardani, Yulinda. *"Analisis Pengaruh Aspek Likuiditas, Risiko Bisnis, Profitabilitas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan"*, Tesis Manajemen, Universitas Diponegoro, Semarang, 2007.
- Rahmayani, Haningdita Noor. *"Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Karakteristik Keuangan Terhadap Keputusan Pendanaan"*, Thesis Manajemen, Universitas Diponegoro, Semarang, 2008.
- Riyanto, Bambang. *"Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan"*, Edisi 4, Cetakan Ketujuh, BPFE UGM, Yogyakarta, 2001.
- Rozikin, Khoirur. *"Determinan-Determinan Struktur Modal"*, Jurnal Kompak, Vol. 1, No. 2, Juli 2008.
- Sa'diyah, Anisa'u. *"Pengaruh Asset Tangibility, Size, Growth, Profitability, dan Earning Volatility Terhadap Leverage Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ: Dengan Pengujian Pecking Order Theory atau Static Trade Off"*, Skripsi Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, 2007.
- Singgih, Santoso. *"Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik"*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta, 2004.
- Sugiono, Arief. *"Manajemen Keuangan"*, Penerbit PT. Gramedia Widiasarana Indonesia, Jakarta, 2009.
- Sujoko dan Ugy Soebiantoro. *"Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan"*, Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, Vol. 9, No. 1, Maret 2007.
- Van Horne, James C dan John M. Wathowicz, JR. *"Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan"*, Buku 2, Edisi 12, Salemba Empat, Jakarta, 2001.
- Wijaya, M. Sienly Veronica dan Bram Hadianito. *"Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel di BEI: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order"*, Jurnal Ilmiah Akuntansi, Vol. 7, No. 1, Mei 2008.
- Wijaya, Tony. *"Analisis Multivariat"*, Penerbit Universitas Atma Jaya Yogyakarta, 2010.
- Yuniningsih. *"Interdependensi antara Kebijakan Dividen Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi pada Perusahaan yang Listed di BEJ"*, Jurnal Bisnis Ekonomi, Vol. 9, No. 2, Hal. 164-182.
- Yusgiantoro, Purnomo. *"Manajemen Keuangan Internasional"*, Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2004.

